

英米における投信の集中決済について

わが国では、投資信託を含む証券決済改革に向けて議論が進展している。ここでは英米の事例から各国の振替決済機関がどのように投信の決済を行っているかを紹介する。

1. 投資信託の決済と集中化

投資信託の設定者（投信委託会社）と販売者（証券会社や銀行など販売会社）は別々に存在することが多く、このため、投資信託の決済においては販売会社、投信会社、そして投信の資産を実際に管理している受託銀行等の業者間での情報などのやり取りが発生する。各国の投信の仕組みによって幾分異なるが、一般的にはオープンエンド投信の決済は、販売会社を介して販売された場合、次のような流れになる。

- ① 販売会社が投資家から設定・解約の申込を受け付ける。投信の設定・解約にはブラインド方式（設定・解約時には買付・解約価額が分からないようにする方式）が義務付けられていることが多く、通常、単価（基準価額）はその日の申込を締め切った後に計算される。このため、この時点では申込口数もしくは金額のみしか確定していない。
- ② 投信会社はその日の基準価額を計算する。通常は取引所が引けてから、終値などを用いファンド資産を評価し、1口あたりの純資産価額を計算する。
- ③ 販売会社または投信会社が、申込内容と単価を付き合わせて約定を確定する。このため、販売会社が約定計算をする場合は投信会社が基準価額を連絡、また、投信会社が約定計算する場合は販売会社が設定・解約申込の内容を連絡する必要がある。
- ④ 確定された約定を相手方（販売会社が計算した場合は投信会社、投信会社が計算した場合は販売会社）に連絡する。
- ⑤ 約定内容に基づき、業者間で資金決済が行われる。
- ⑥ 設定・解約により、受益権の発生・消滅が生じるが、この処理を行う。受益権を受益証券という形で券面化している場合は、投信会社側が受益権の発生・消却に応じて実際に紙の受益証券を発行または消却する。

投信の決済を集中化するということは、これらの決済業務データ交換（①～④）、資金決済（⑤）、決済に伴う受益権の処理（証券＝「モノ」の決済、⑥）といった作業を各販売会社、投信会社が相対で行うのではなく、1つの相手方とのやり取り、1つの場所での処理にして効率化しようということである。その上、紙を伴わない電子的決済にし、電子的なプロセス自体も途切れなく一貫したもの（いわゆる STP: straight through processing）にす

れば、効率性は更に向上する。また、集中化すれば「モノ」の決済（受益権の発生・消滅）と資金の決済をリンクさせて DVP（delivery versus payment、証券資金同時決済）に近づける、資金のネッティングを行って資金効率の向上を図る、といった、事務効率以外の面でも、メリットのある仕組みをつくるのが可能・容易になる。

わが国における投信の決済では、業務データ交換の部分で民間会社によるネットワーク・サービスが開始され、集中化が始まっている。しかし、資金決済、受益権決済処理の部分ではまだ集中化がなされておらず、相対での処理となっており、非効率であることが指摘されている¹。証券決済の T+1（約定の翌日受渡を行う）化など、証券決済改革の議論が進む中、投信の決済も集中決済機関が行うようにしてはどうかという見解もみられる²。

海外に目を向けてみると、英国でも投信決済集中化に向けて計画が具体化しており、また、一部のサービスがスタートしている。一方、米国では 80 年代より、株式・社債等の清算機関である NSCC が投信決済の取扱いを開始している。以下では英国・米国における投信決済の仕組みについて紹介したい。

2. 英国における投信決済集中化への取り組み

1) 投信決済集中化の動きの背景

英国の投資信託にはオープンエンドで契約型のユニット・トラスト、オープンエンドで会社型の OEIC（Open Ended Investment Company、「オーイック」と読む）、クローズドエンドで会社型のインベストメント・トラストがある。OEIC は 97 年にスタートした制度であり、まだ比較的歴史が浅い。2000 年 3 月現在、純資産残高はそれぞれ約 2.1 億ポンド、0.5 億ポンド、8.0 億ポンドであり、近年はオープンエンド型投信の伸びが目覚ましい。販売チャンネルを見ると、99 年の年間リテール販売（全体の 60%超）を 100 とした場合、この内直販が 18%、残りの間接販売の約半分が非系列の販売業者によるものであり、この大部分が IFA（Independent Financial Planner、独立系ファイナンシャル・プランナーのこと）と呼ばれる零細証券業者によるものとされる。また、ホールセール販売も少なくなく、保険会社、年金基金などによる購入が販売額全体の約 4 割ある。

¹なお、我が国における投信決済の問題点については、東証正会員協会・資本市場研究会レポート「証券市場により多くの個人投資家の参加を得るために」（1999 年 5 月 20 日）が詳しい（以下、東証 9905）。東証正会員協会はこのほか、「投資信託のバックオフィス業務に関するアンケート」（99 年 8 月）、「急がれる投信の集中決済システムの構築」（「証券」99 年 9 月号掲載論文）なども発表している。最近では「証券」2000 年 1 月号に「投資信託の現状と今後の課題」という論文において、「投信のインフラ整備」という章を設けて投信のバックオフィス業務の効率化を訴えかけている。

²例えば、日証協の証券受渡・決済制度改革懇談会の中間報告では、投信の決済について「事務処理の合理化の観点から、受益証券のペーパーレス化が望ましい」、「集中預託機関を利用した事務処理の効率化が図られるべきである」、その際「既設決済機関の利用による方法が望ましい」との意見があった。わが国における投信決済の集中化や投信と決済機関に関する動きについては、本レポート末尾の年表を参照。

英国における投信の決済は、99年に一部の業務の集中化サービスが開始されたものの、データ交換、資金決済、受益権処理といった業務の多くが、業者間の相対での処理で行われ、電子化も進んでいない。

例えば、データ交換の部分では、投信会社への設定・解約内容の連絡は通常電話で行われており、これに対して投信会社は紙の取引報告書（法定帳票）で約定の確定連絡を行っている。資金決済については一部の大口決済で銀行間の資金ネットが利用されているケースを除くと、一般的に小切手利用されている。受益権処理については、英国においてはユニット・トラスト、OEICの両方において、受益権証券の不発行が認められているため³、券面の受渡しはそれほど大きな問題となっていない。

英国ではユニット・トラストやOEICの受託銀行に、投資家名義登録簿の管理が義務付けられており、この登録簿上の名義の書換が権利の発生・消滅の重要な証拠とされる。つまり、英国では投信の「モノ」の決済は帳簿上の処理である。ただし、英国の有価証券法制においては権利の譲渡・発生・消滅は適法な書類によってなされるべきとされており、特にファンドの解約にあたっては、解約者による書面の名義消去指図書（renunciation form）が必要とされているため、紙による処理が発生する。英国の投信業界は長い間この状態を問題視してきており、集中的・電子的な決済の仕組みをつくるための検討が続けられてきたのである。

こうした中、99年4月、株式等の集中振替決済機関であるCRESTが、投信の決済もサポートするサービスを開始した。資金決済を電子的に行うとともに、資金決済と受益権処理をリンクさせ安全性を高める仕組みとなっている。また、今後、更に電子化を進めた投信の決済の仕組みを提供していく計画である。

なお、業務データ交換の部分では、投信業界団体の1つであるAUTIF（Association of Unit Trusts and Investment Funds）が中心となり、EMX（Electronic Message eXchange）というネットワーク・サービスの導入を進めてきた。これは2000年6月より開始している。

EMXは英国の投信業界が、業界全体で計画してきたものであるが、CRESTが投信決済サービスを開始したのには、投信決済の効率化・安全性の向上といった目的の他にCREST自体の思惑も絡む。

CRESTは96年に株式の電子的な振替決済の仕組みを提供するために設立されたCSD（Central Securities Depository、集中保管振替機関）である。現在は国債、短期債の決済の取扱いも行っている。CRESTは従来から、取扱件数を増やし規模の経済を実現するために、取扱商品の拡大を積極的に提案してきた。最近では統合化が進む欧州市場における決済機関間の競争が目立つようになり、利用者に対するサービスを向上する意味でも商品やサービスの拡大に意欲的に取り組んでいる。

³ ユニット・トラストについては、91年集合投資スキーム規則（Regulations for Collective Investment Schemes 1991）、OEICについては96年OEIC規則（Open-Ended Investment Companies (Investment Companies with Variable Capital) Regulation 1996）によって受益証券の不発行が認められている。

CREST が投信サービスへの進出を表明した当時は、投信の決済は株式等と異なる部分も多く、CREST だけでは本当の意味でバックオフィスの合理化が図れないという見方から、一部では反発もあったようである。だが、現在では CREST が決済を扱い、決済に至るまでの設定・解約などのデータ交換の仕組みを EMX が担当するという協調体制に対し、コンセンサスができているようである。

CREST では投信サービスを開始する前の 98 年、CREST の利用者（正確には CREST 会員。証券会社、カストディアンなど。）に対し投信決済サービスを開始することの是非についてサーベイを行ったが、回答会社 74 社の内 61 社までが CREST による投信決済を支持、否定的な意見は 1 社にとどまった。また、16 社が CREST が投信の決済を始めればビジネスの拡大に貢献すると回答した。各社が現状の投信決済について問題視していることとして、第一にファンド残高の照合を自動的に行う仕組みが無いこと、第二に DVP 決済となっていないことなどが挙げられており、CREST がこれらの機能を提供し、また、1 つのシステムを使うことにより規模の経済を実現することを期待するとの意見が寄せられた⁴。

2) CREST の投信決済サービス・フェーズ I の仕組み

CREST では、当面、投信決済のサービスを現状の法制の枠内で可能な範囲で行っていくという方針に則り、99 年 4 月から「CREST 投信決済サービス・フェーズ I」を開始している。具体的には CREST のシステムを使った電子的な資金決済と、CREST の仕組みの外での証書等紙類の受渡しを、CREST 会員（主に証券会社やカストディアン、機関投資家も含まれる）と投信会社の間で行う仕組みである。99 年 12 月現在、Aberdeen Unit Managers, M&G, Fidelity, BWD Rensburg, Gartmore, Royal & Sun Alliance の投信会社 6 社と CREST 会員の間で利用されている。

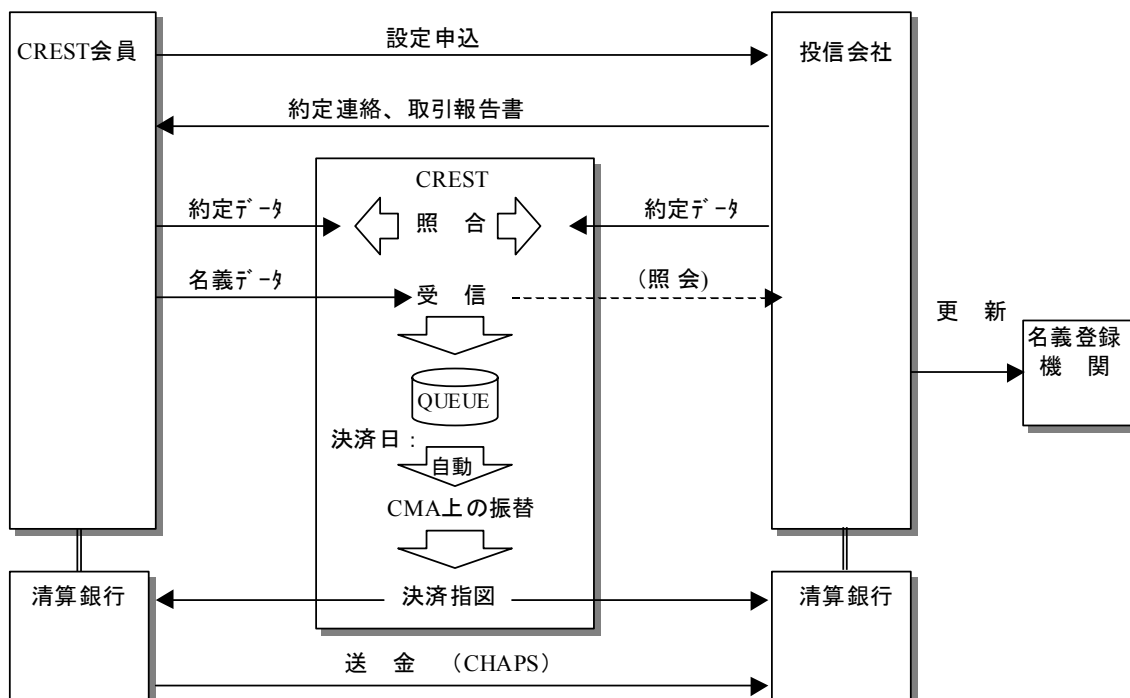
CREST は、株式等については一貫して電子的に決済を行う仕組みを提供しているが、CREST において決済の電子化を可能にしている法的根拠は株式を対象としたものとなっているため⁵、投信にはそのままでは適用されないと考えられている。しかし、紙や券面等が介在する場合でも、CREST の仕組みを限定的にでも利用して、決済の安全性・効率性を高めることは可能である。このような判断から、CREST では紙や券面を伴う決済でも限定的にサポートするサービス（“residual settlement service”と呼ばれる）を開始しており、投信の決済もこの一つとして提供されている。

⁴ CREST Newsletter, 98 年 5 月号。

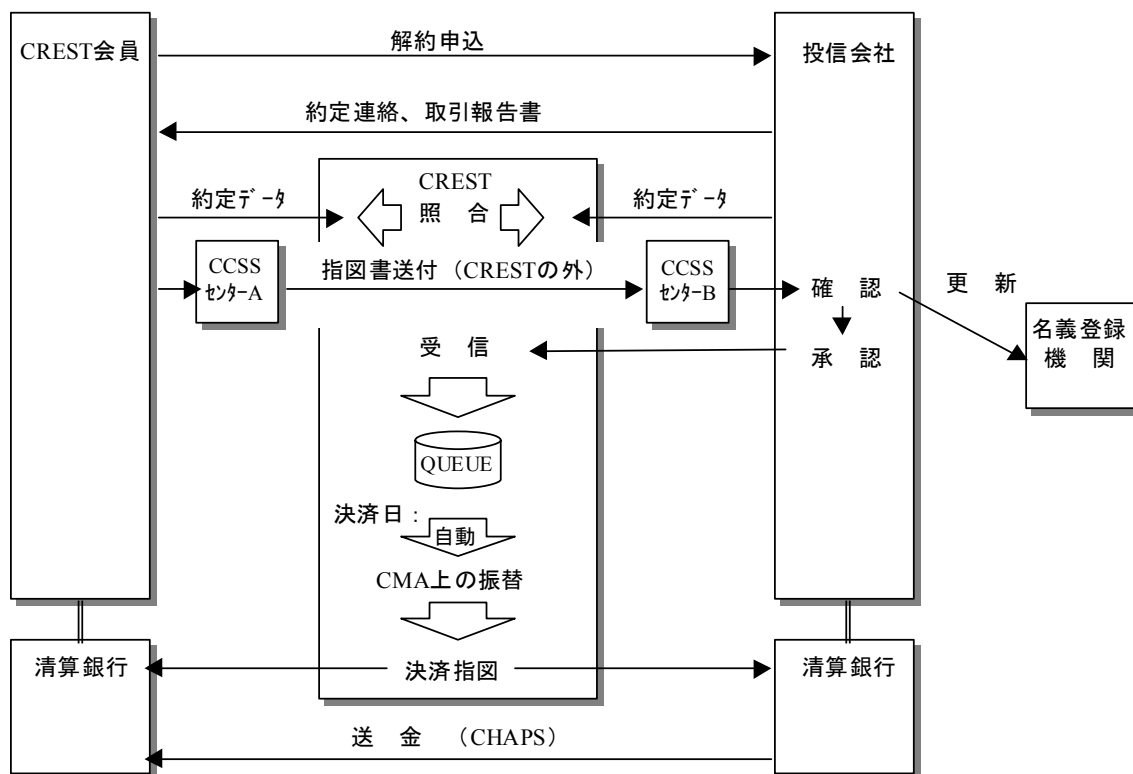
⁵ CREST の電子決済の法的根拠となっているのは、（Uncertificated Securities Regulation 1995, 以下、USR）と呼ばれる規則である。英国では 1985 年会社法の規定により株式や債券の所有権（名義）移転は書面をもってのみ可能とされていたが、USR の成立により CREST の仕組みの中に限り、電子的な指図による権利の移転も可能になった。同規則に基づき、発行会社の定款を変更し、CREST がその銘柄受付の手続きを行えば CREST 内での電子振替決済対象銘柄となる。

図1 CRESTの投信決済サービス・フェーズ I

< 設定 >



< 解約 >



(出所) CREST資料より野村総合研究所作成

CREST 投信決済サービス・フェーズ I :

- 決済サイクルは株式投信、債券投信が T+4、MMF が T+1。これ以外の措置を取る時は、取引時に指定する。

<購 入>

- 決済日前日までに、CREST 会員、投信会社の両方が約定内容を入力する。
- CREST 会員は名義データを入力。これは承認を兼ねている。約定データが照合され、名義データが入力されていれば予定決済日の資金決済データベースにデータがファイルされる（キューファイル、図上で QUEUE とある部分）。決済日、通常の株式等の決済同様、自動的に与信枠との照合にかけられ、クリアしたもから当事者の CMA 口座（日中の資金振替を記録する仮勘定。図2参照）に記帳される。実際の資金移動は（やはり通常の株式決済同様）決済日末に各当事者の清算銀行間で CHAPS（英国中銀の BOE が運営する RIGS 資金決済システム）経由で行われる。
- CREST は名義データの内容のチェックは行わないので、それが適切かどうかに関わらず、資金決済は行われる。名義データ・フィールドが空であった場合は CREST がそれを拒否する。名義データは入力された時点から投信会社側で照会できるようになっており、CREST 会員は決済時まで修正が可能。約定データを取り消すには、両側で取消指示を入力。
- 売却と異なり、紙の必要性は無い。券面がある場合は CREST が運営する配送事務センターの CCSS（CREST Courier & Sorting Service）を使うことができる（CCSS については下記参照）。
- 印紙税の計算・徴収は CREST 外で行われる。

<売 却>

- 決済日前日までに、CREST 会員、投信会社の両方が取引データを入力する。
- CREST 会員は CREST が提供する標準フォームの名義消去指図書を記入し、右肩に会員 ID と約定データ番号を明記し CCSS へデリバリーする。券面がある場合は、券面も同時にデリバリー。決済日前日の午後3時までには持ち込むと、CCSS は翌日の午前9時までには相手方最寄りの CCSS へと送付する。CREST の標準フォームを使わない場合は、ファックスで当事者間で連絡。
- 投信会社が名義消去指図書（と券面）を確認し、承認・否認の判断をする。登録が可能であれば、承認のインストラクションを CREST へ入力。すると、予定決済日の資金決済キューファイルにファイルされる。決済日の自動資金決済の流れは購入同様。
- CCSS は全英4カ所に設置されている。
- CCSS は取引報告書や券面の受渡しにも利用が可能。
- MMF の場合は、指図書をファックスでやり取りする。CCSS はオーバーナイトのオペレーションであるため、MMF の T+1 決済には適していないと考えられている。

フェーズ I のサービスを用いた投信決済の流れは図 1 のようになる。CREST 会員と投信会社の両者は、約定内容を決済日前日内までに CREST のシステムへ入力する。設定の場合、CREST 会員は投資家名義データも入力する。約定データの照合がとれており、名義データの入力もあれば、CREST が予定決済日の自動資金決済待ち取引のデータベース（キューファイル）へとその約定をファイルする。決済日、CREST のシステムの中で、決済参加者の与信枠との照合などをクリアした約定は、自動的に・電子的に決済される。この資金決済のプロセスは、CREST における株式等の通常の電子振替決済と同じである。

解約の場合は、約定入力後、CREST 会員が投信会社へと名義消去指図書を送付する。このとき、CREST が運営する配送事務センターである CCSS (CREST Courier & Sorting Service) を利用できる。CCSS ではその日の午後 3 時までには受け付けた書類を、相手方指定の CCSS へと翌日午前 9 時までにはデリバリーする仕組みになっている。投信会社では指図書を確認した後、問題が無ければ承認のインストラクションを CREST に入力する。すると、キューフ

ファイルへのファイリングが行われ、設定の場合同様、予定決済日に自動的に決済される。

CREST を通じた決済を行うためには、設定の場合は CREST 会員による名義データの入力、解約の場合は投信会社による指図書の確認が必要となっており、資金決済と「モノ」の決済とをリンクして安全性を高める配慮がなされている。しかし、これでは「モノ」の決済を完了させる名義登録機関における名義書換と資金決済とが完全にリンクしているとは言えず、DVP が達成されているとは言えない。

3) CREST の今後の展開

CREST は今後、投信の決済についても株式等における電子決済サービス同様、一貫して電子的で DVP の決済サービスを提供していく計画である。まずは OEIC の決済の電子化を図っていく予定であり、このプロポーザルを 99 年 12 月に公表している⁶。2000 年中に開始される予定である。実現すれば、OEIC の決済も通常の株式の決済同様、(会員と投信会社の)証券口座間の振替として CREST 内で行われるようになり、CREST の電子的なグロス=ネット DVP 決済の機能をフル活用することが可能になる (CREST の電子振替 DVP の仕組みについては図 2 参照)。前項 1) で述べたように、DVP 決済は CREST ユーザーの間で関心が高い機能である。また、残高照合についても現在既に株式については行われているが、投信についても可能になる。

OEIC はその法制上、指図書を伴わない決済が可能となっているため、ユニット・トラストの決済よりも電子化への対応が易しいと考えられている。このため、OEIC の決済を先行して電子決済化していく方針となったが、中長期的にはユニット・トラストに関しても OEIC と同様の仕組みの電子決済サービスを提供していく予定である。

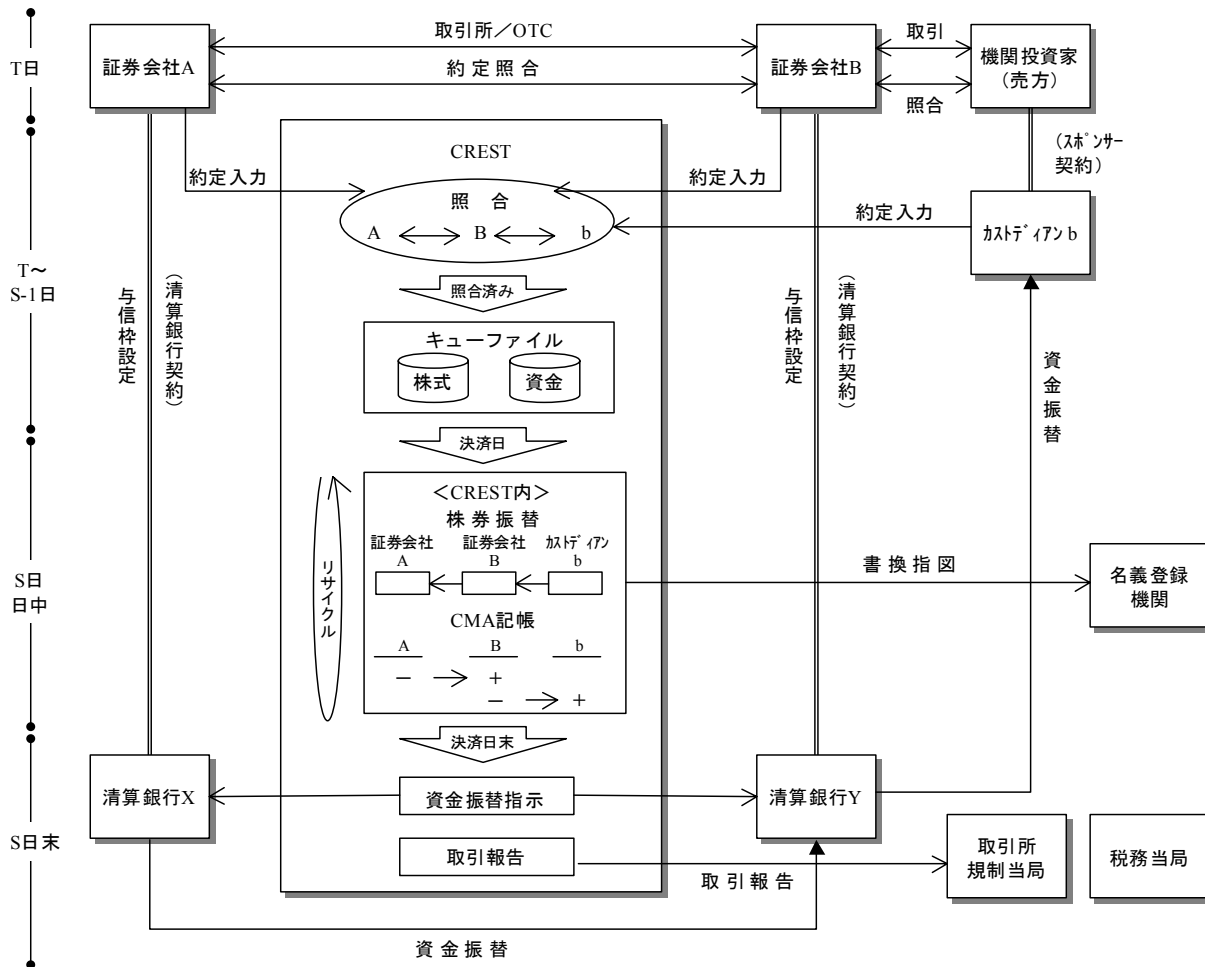
4) EMX の開始

データ交換ネットワーク・サービスの EMX は、前述の通り、2000 年 6 月に開始した。このサービスでは投信の決済に関わるデータ交換 (設定解約申込、約定連絡など) と、投信残高の照会・照合の機能が提供される (図 3)。EMX 上の約定連絡 (図 3-b の投信会社から販売会社への 2 つ目の設定解約連絡確認 (約定計算済み)) は法定帳票の取引報告書を代替できるとされており、紙の節減効果は大きい。2000 年 4 月時点で投信会社 47 社 (全体で投信残高の 70%を保有) が EMX への参加を希望しており、すぐにも業界のスタンダード・サービスとなる勢いである⁷。

⁶ CREST Consultation Paper, “Settlement of Dematerialized Shares in Open Ended Investment Companies” (99 年 12 月)。

⁷ EMX 社プレスリリースより (2000 年 4 月 14 日)。なお、2000 年 2 月のプレスリリースでは、販売会社、投信会社を合わせて 98 社が参加を予定しており、これに加えて 6 社の大手事務代行会社も参加するとされていた。

図2 CRESTにおける電子振替DVP決済の仕組み

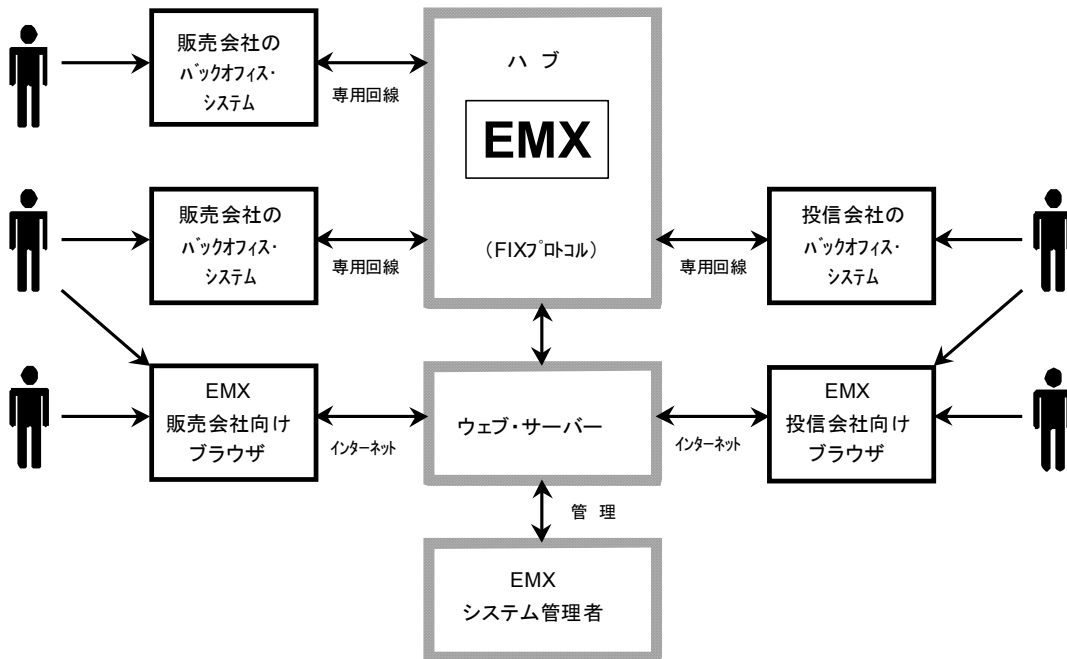


- ・ 決済サイクルはT+5とT+10の選択制 (T+10は主にリテールで使われる)。なお、2001年2月にはT+3へ移行予定。
- ・ CREST内で決済を行う (CREST会員となる) には、CRESTの清算銀行と支払保証契約を結んでいることが前提となる。清算銀行は各会員について、CRESTの証券決済により発生する資金受払額の1日あたりネット・ベースの与信枠上限を設定する (CMA (Cash Memorandum Account, 資金移動記録口座) 口座の上限額を設定する)。与信枠には無担保、有担保の両方があり、有担保の枠を持つのは通常自己売買を行っている証券会社のみ。なお、与信枠の設定、担保の評価方法は各々の清算銀行の基準による。清算銀行となるための要件は銀行間で定められているが、公表はされていない。
- ・ 会員には証券会社、カストディアン、機関投資家、個人などがある。機関投資家や個人が会員である場合、通常はカストディアンの「被スポンサー会員」としてCRESTに参加しており、カストディアンが決済のオペレーションを代行する。各会員は会員口座、CMA口座を保有し、会員口座の中は各銘柄毎の証券口座に分かれている。
- ・ 決済の当事者は決済日前日中までにCRESTに約定内容を入力する。CRESTはその内容を照合し、照合がとれれば決済日における自動決済に向けて約定データをファイルする。CRESTでは証券会社=証券会社、証券会社=カストディアンの間、そして機関投資家や個人等の顧客が被スポンサー会員である場合はカストディアン=被スポンサー会員の間の照合がサポートされる。
- ・ 決済日、CRESTは約定データをポジションや与信の残との照合にかけ、照合されたものから自動的に決済するというサイクルを毎45秒連続的に繰り返す。決済においては、1) 当事者間の証券口座における証券の振替、2) 当事者間のCMA口座における資金の振替記帳、3) 名義登録機関に対する名義書換指図、が同時に行われる。
- ・ CRESTに参加する名義登録機関はCRESTとの契約で、指図を受けた2時間以内に名義の更新を行うことになっている。また、振替から名義更新までの最大2時間のブランクについても買方の証券に対する権利を確立するような法的手当てがあるため、証券口座の振替が行われた時点で証券決済の完了性 (ファイナリティ) が確保されていると理解されている。
- ・ 資金決済は、決済日末に清算銀行間で、BOE (中央銀行) が運営するRTGS資金決済システム「CHAPS」経由で行われる。決済日末、CRESTは各会員のCMAネット残高を計算し、BOE経由で各清算銀行に連絡し、清算銀行は銀行間で更に決済額をネットアウトしてから決済する。CMAへの記帳が発生した時点で買方の清算銀行には売方の清算銀行に対し無条件で取消不可能な支払債務が発生していると見なされるため、ここでの完了性も保たれている。

(出所) 各種資料より野村総合研究所作成

図3 EMXの仕組み

a) システム構成



b) 機能

<設定解約連絡>

<販売会社>	<EMX>	<投信会社>
設定解約申込連絡	→ 整合性チェック、確認/否認通知、転送	→ 設定解約連絡確認 (口数または金額のみ)
受信	← 整合性チェック、転送	↓ 基準価額計算
受信	← 整合性チェック、転送	↓ 設定解約連絡確認 (約定計算済み)

<照合・照会>

<販売会社>	<EMX>	<投信会社>
照会リクエスト	→ 整合性チェック、確認/否認通知、転送	→ 確認、レポート送信
受信	← 整合性チェック、転送	

(注) EMXはこの他データフローのモニタリングも行い、参加者に対し管理情報も提供できるようにしている。

(出所) EMX社資料より野村総合研究所作成

EMX は投信業界団体の AUTIF が推進してきたもので、運営上は AUTIF の 100%子会社 EMX Co.がサービス提供者となっている。ファンディングは AUTIF の会費の中からとその他数社のスポンサーにより賄われており、稼働後は手数料収入で運営コストがカバーされる。システム開発は Mutual Fund Technologies Co.というベンダー（フィデリティの子会社である）が受注している。

EMX では参加者のバックオフィス・システムとの CPU 直結と、ウェブ・ベースのブラウザでのサービスの両方を提供する。EMX では、英国の投信市場において重要な販売チャネルとなっている IFA のバックオフィス業務をサポートすることに主眼を置いており、ウェブ・サービスは主に IFA による利用が想定されている。また、コスト的にも IFA の負担にならないような配慮が為されており、IFA のような小規模な利用者であれば、基本参加費用 500 ポンドのみで年間 1,000 メッセージまで利用できるようになっている。

英国の投資商品市場では、例えば年金であればステークホルダー・ペンションという低コスト企業年金の導入に見られるように、コストに対する関心が近年高くなっている。EMX が投信業務をサポートすることにより、バックオフィス・コストの削減につなげたいとの IFA の期待は高い。また、コストや手間が削減されることにより、更に多くの投信会社の商品を扱えるようになるため、近年英国でも台頭しつつあるファンド・スーパーマーケットにも対抗できるようになるとのコメントも聞かれる⁸。

CREST と EMX は協力体制をしいており、互いのシステムの互換性を保つよう努めている。今後、CREST が予定するサービスが実現すれば、英国においては投信決済のデータ交換、資金決済、受益権処理の全てを電子的に行うことができるようになる。

3. 米国 NSCC による投信決済サービス“Fund/SERV”

1) NSCC の Fund/SERV

米国では 1986 年より、清算機関である NSCC (National Securities Clearing Corporation: 全米証券清算会社)が、投信会社、販売会社の間の約定連絡から資金決済までサポートするネットワーク・サービス「Fund/SERV」を提供している。そのサービスの内容は、同じ投信の決済でも CREST の場合とは異なる部分も多い。Fund/SERV の仕組みについては既に我が国でも紹介されているが、英国のケースと比較する意味で、ここではその導入の経緯、機能の概要と、また、業界がどのように評価しているかを紹介する⁹。

⁸ EMX 社プレスリリース (2000 年 1 月 14 日)。

⁹ Fund/SERV の仕組みについては前掲脚注 1 に紹介した東証 9905 にも詳しく紹介されている。あわせて参照されたい。

なお、Fund/SERVにおける決済サービスの対象は、「オープンエンド管理型投資会社」、いわゆるミューチャル・ファンドである。ミューチャル・ファンドの純資産残高は足下の2000年3月では7兆ドルを超えており、米国の個人金融資産残高の11%を占めている。90年代を通じた純資産残高の平均成長率は21%に上っている。米国にはミューチャル・ファンド以外にもクローズドエンド投信、単位型投信などがあるが、それらを合わせた投信全体の9割以上がミューチャル・ファンドである。

ミューチャル・ファンドの販売チャネルはリテール、ホールセールとの比率が54%対46%（残高ベース、99年）とホールセールの比率が一見すると高い。ただし、ホールセール販売のかなりの部分が401(k)プランに代表される確定拠出型年金を通じた個人による購入であるため、それらを合わせると個人による投信の保有が81%に上る（ICI推計）。リテール販売に占める直販の比率（フローベース）は3~4割と高い。

2) Fund/SERVの導入経緯

NSCCは76年、ニューヨーク証券取引所、アメリカン証券取引所、NASDの各清算部門を統合してつくられた清算機関である。NSCCはサービスの拡充に積極的に取り組んでおり、現在では取引所及びOTCにおける株式、社債の清算の他、投信や変額保険などの決済に関わる清算業務も扱うようになっている。株式会社であるため、手数料収入からの内部留保を投資にまわし、サービスの拡大に積極的に取り組むことが可能である。

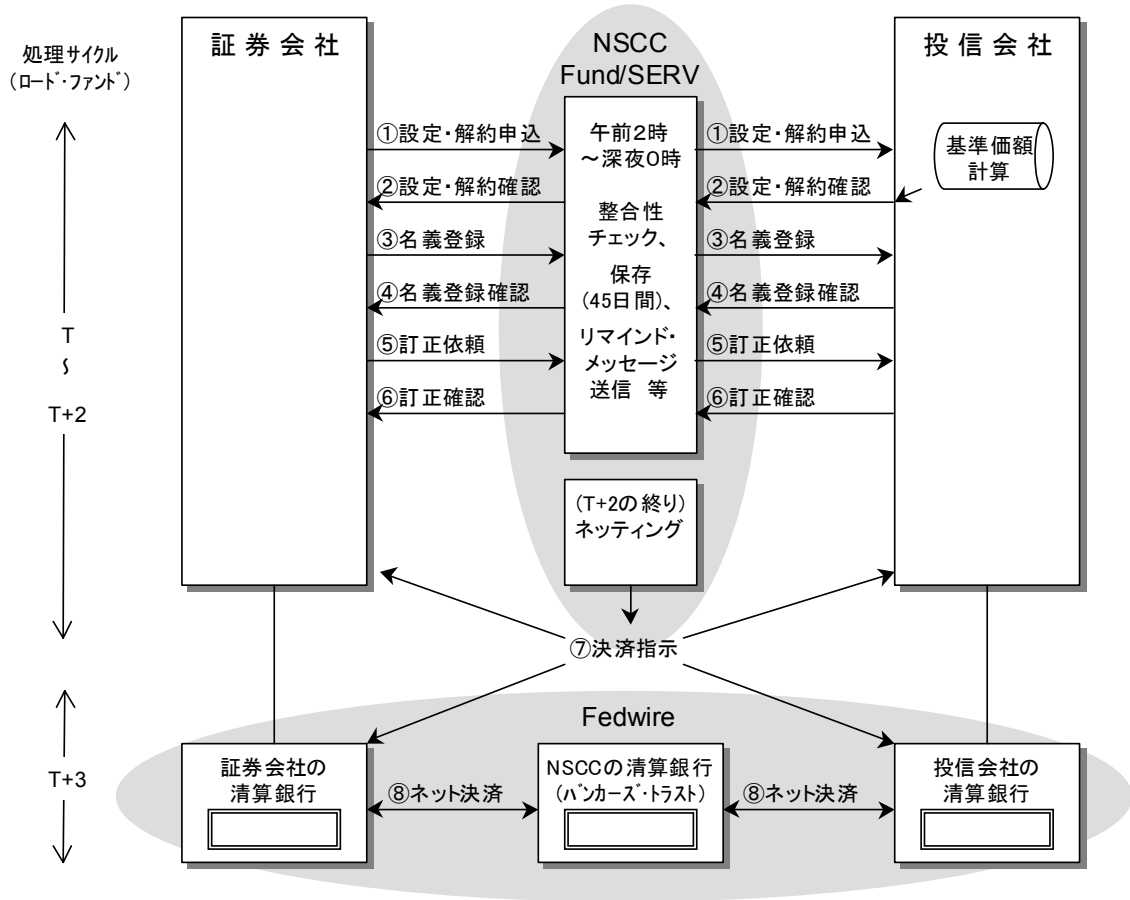
投信に関しては、80年代、投信業界が急成長する中、証券会社、投信会社のバックオフィスがペーパークライシスに陥ることをおそれ、NASD（National Association of Securities Dealers、全米証券業協会）やICI（Investment Company Institute、全米投信業協会）のような業界団体がNSCCに投信のサービスを提供するようアプローチしたと言われている。当時のSECも、70年代に証券決済の集中化を進めたこともあり、投信の決済も集中化することに賛成したようである。

3) Fund/SERVの仕組み

図4はFund/SERVの仕組みを示したものである。図の①~⑥の部分では、業務データ交換の機能を提供している。③「名義登録」の部分では、最終顧客のデータがやり取りされていることも多い。米国では直販比率が比較的高いため、大手投信会社であれば証券会社経由の販売でも最終顧客データの管理を行っていることは少なくない。

Fund/SERVのサービスでは資金決済も行う。例えば、T+3のロード・ファンド（販売手数料がある投信）であれば、決済日前日の午後8時までに確認がとれた約定の情報が、NSCC

図4 Fund/SERVの仕組み



処理サイクルはロード・ファンドを想定。米国では投信の決済サイクルは、ロード・ファンドがT+3、ノーロード・ファンドがT+1、MMFが即日となっており、Fund/SERVはこれら全ての決済サイクルをサポートする。

- ① 設定・解約連絡...証券会社が入力。データ内容は会社番号、ファンド・コード (CUSIP)、取引日、金額または口数、コントロール番号など。
- ② 設定・解約確認...投信会社が確認または否認を出す。確認のデータには、口数・金額の確定値と基準価額、投信会社のコントロール番号などがある。基準価額の訂正などがあつた場合は、投信会社は再確認を行う。
- ③ 名義登録...証券会社が受益者の名前、住所、分配金の扱いなどについて入力する。追加設定の場合は簡易版、初回であればフル・バージョンを入れる。名義データは注文と同時に流すことも、別々に出すことも可能で、Fund/SERV上の設定でデータをいつ渡すかが制御できる。
- ④ 名義登録確認...投信会社は全ての名義登録に対し、確認・否認を出す必要がある。
- ⑤ 訂正依頼...証券会社は注文口数または金額のエラーについて、訂正依頼を出すことができる。決済前の訂正と事後訂正があり、事後訂正は決済済取引の口座間付け替え、決済金額の減額などの一部の処理に限定される。
- ⑥ 訂正確認...投信会社が訂正依頼を承認する場合は、確認を出す。このデータ内容は(2)設定・解約確認と同じ。
- ⑦ ネットティング、決済指示...決済日前日の8時までに確認されたものについて、NSCCのネットティング・システムがネット受払金額を計算し、証券会社、投信会社及び各社の清算銀行に連絡する。ネットティングはマルチラテラルで、対NSCCの決済1本に集約される。投信の販売を行っている証券会社が、運用サイドで資産の売買も行っている場合、これも総括清算されて1本化される。
- ⑧ ネット・ベースでの決済...決済日に各社の清算銀行が、連銀の運営する資金決済システムFedwireを使って決済を行う。

接続方法はCPU接続またはダイヤルアップ。アクセス方法はリアルタイム、マルチ・バッチ、シングル・バッチの3通りあり、1日数回に分けてデータを送信するマルチ・バッチが多用されている。

Fund/SERV自体はデータファイルの簡単なチェック機能、投信会社・証券会社の処理が延滞している場合のリマインダー機能を持ち合わせるだけで、処理機能はほとんど無い。データは45日間保存される。

(出所) 各種資料より野村総合研究所作成

のネットィング・システムに取り込まれ、決済金額の計算の対象となる¹⁰。ネットィングの方法は多対多の取引を対 NSCC の 1 本の受け払いへと収斂するマルチラテラル・ネットィングであり、更に、参加者間で株・社債等の売買も行っている場合、これらの資金決済ともネットィングする総括清算となる。

受益権の処理については、米国では投信の受益証券の不発行化が普及しているため、帳簿上の処理となっている。この処理は各投信会社（正確には各ファンドの名義書換代理人（transfer agent））の内部処理である。「モノ」の決済が完全に電子化されているため、①～⑥のデータ交換の部分で提供される設定解約申込の内容や顧客のデータがあるだけで、受益権の処理が完結する。このため、Fund/SERV では特に「モノ」の部分だけをサポートするような機能を提供していない。

Fund/SERV における投信決済は DVP とはなっていない。株式・社債等での決済においては、NSCC が決済の保証を行っており、ネット=ネット型の DVP となっているが、この保証は投信の場合には適用されない。Fund/SERV には既に設定・解約連絡を行った約定を決済前に Fund/SERV 上から消去するためのエグジット機能もあり、この場合は Fund/SERV の外で個別に相対で決済が行われる。また、株式等については、決済を保証することにより発生する NSCC の決済リスクを担保するため、NSCC は利用者に「参加者ファンド」と呼ばれる預託金の差し入れを義務付けているが、投信会社会員は、この担保を差し入れる必要が無く、月々の参加料とトランザクション単位の利用料のみを支払う。一方、販売会社は、投信の決済に関して少額の参加者ファンドを差し入れるのみとなっている¹¹。

NSCC は、最近ではインターネットによるアクセスにも取り組んでおり、今年の春より段階的に Fund/SERV のサービスをインターネット上でも提供している。また、投信会社とファイナンシャル・プランナーのような個人営業の証券業者間の決済事務をサポートするサービスを企画しており、そのために Mutual Fund Processing Corp. (MFPC) という子会社を設立している。MFPC は 2000 年中にサービスを開始する予定である。ファイナンシャル・プランナーは近年米国において投信の販売チャネルとして勢力を伸ばしており、投信会社の新規ビジネスの約 4 割がこのチャネルによるという報告もあるほどである。現在、投信会社はこれらの業者と Fund/SERV の外で紙ベースのデータ交換、小切手による資金決済などを行っているが、これが投信会社の負担となっている。いずれは、現在開発中のウェブ・ベースのサービスになる予定である¹²。

¹⁰ ノーロード・ファンドは T+1 決済である。これについては、決済日の午前 11 時までに Fund/SERV 上で確認された約定について、NSCC が決済金額を計算する。MMF については T+0 決済であるため、時間制限上、資金決済は Fund.SERV の外で行われることが一般的ようである。

¹¹ 5,000～20,000 ドル。投信については NSCC がリスクを負うのは決済の払方と受方の両方が同時にデフォルトするなどして決済を履行できない場合など限定的であるためと説明されている。

仮に参加者のデフォルト等による未払いが発生した場合、NSCC は一旦その資金を立て替えて決済を完了させるが、翌日、その決済の相手方から資金の返還を受ける。東証 9905 参照。

¹² DTCC のニューズレター「@dtcc」2000 年 3 月号より。MFPC には NSCC が 20% 出資し、残りはユーザーが出資者となっている。

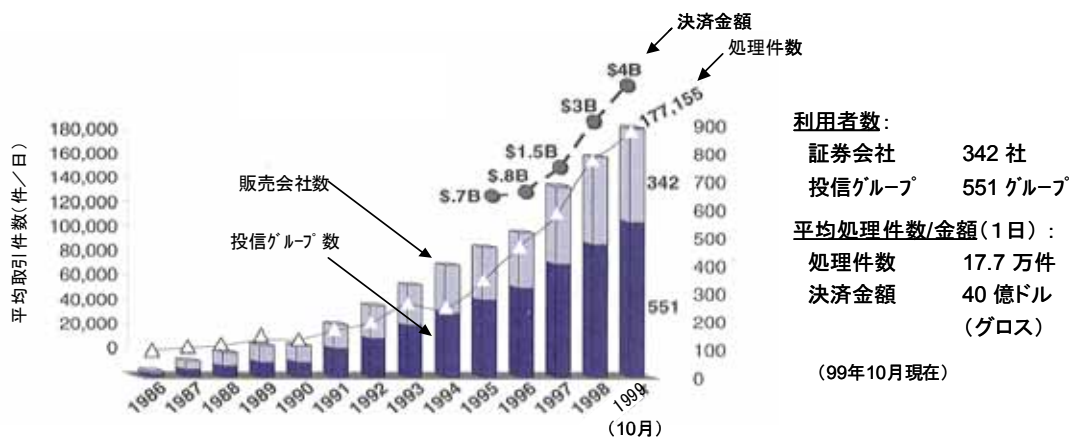
4) Fund/SERV の利用状況とその評価

現在、Fund/SERV には 342 社の販売会社、551 の投信グループが参加している¹³。販売会社や投信会社の中には、直接 Fund/SERV にアクセスせず、サービス会社経由でアクセスしているものがあるため、実質的な Fund/SERV の利用者は更に多い。

99 年末時点、Fund/SERV が 1 日に処理する投信の設定・解約トランザクション件数は 23 万件を超えており、投信に関わる 1 日の決済金額はグロス・ベースで 40 億ドルを超えている。トランザクションの処理件数は、前年比で 46% 増となっている。米国の投信市場では純資産残高も設定・解約資金も近年は年率 20% 超の成長率で推移しており、市場の拡大に伴いトランザクションも急増しているが、これをサポートしているのが Fund/SERV であるというのが米国の市場関係者の理解である（図 5 参照）。

参加者各社におけるバックオフィス効率化の効果も大きいと言われる。ある投信のサービス会社では、Fund/SERV が普及する以前では投信会社 1 社を 10 人のスタッフが担当していたが、今では 10 人で NSCC 関連業務全てをこなすことができるという意見もある。また、某大手証券会社では 200 社の投信を扱っているが、これも Fund/SERV のような仕組みがあるからこそ可能であるとしている。

図 5 Fund/SERV の利用状況とその効果



利用者数:	
証券会社	342 社
投信グループ	551 グループ
平均処理件数/金額(1日):	
処理件数	17.7 万件
決済金額	40 億ドル (グロス)

(99年10月現在)

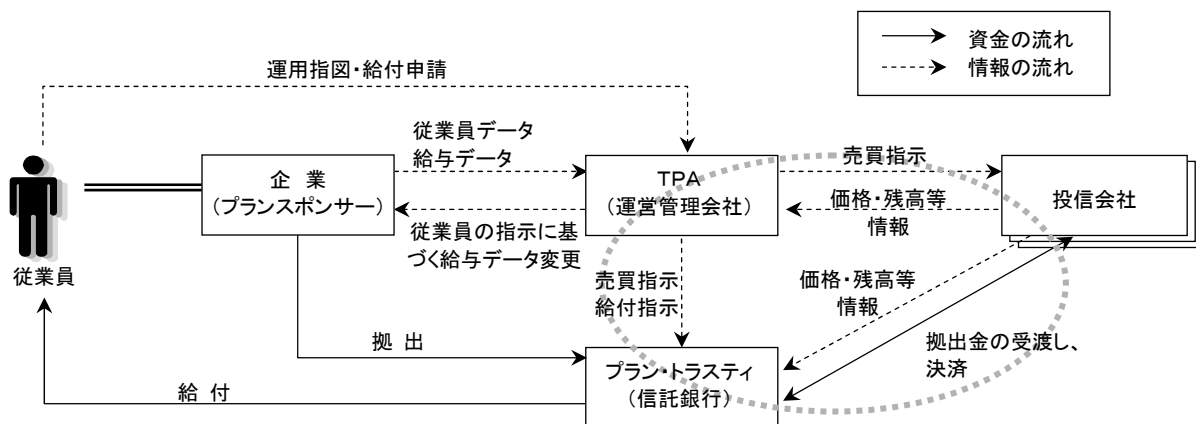
(出所) NSCC

Fund/SERV の効果は単純な投信の決済だけにとどまらない。NSCC は Fund/SERV 開始以来、積極的に投信サービスの拡充を行ってきた¹⁴。例えば、97 年には Fund/SERV の仕組み

¹³ 99 年 10 月現在。なお、「投信グループ」は「投信会社」と同義ではない。投信グループは投信会社が運営するファンド・ファミリーのようなものであり、例えばフィデリティであれば、「フィデリティ・インベストメンツ」と「フィデリティ・インベストメンツ・インスティテューショナル・サービス」の 2 つが Fund/SERV に参加する投信グループの中に含まれる。

¹⁴ Fund/SERV の姉妹サービスとして Networking という顧客データ管理サービス、口座移管サービス (ACATS-Fund/SERV Interface、Transfer of Retirement Assets)、非トランザクション・データを取り扱うサ

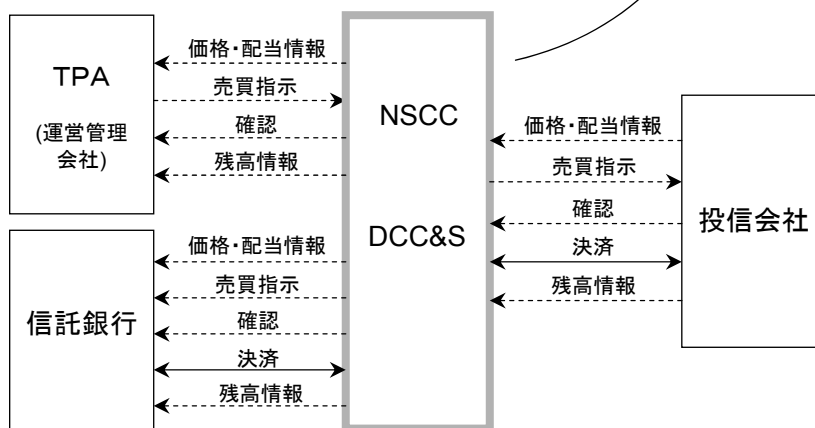
図6 401(k)プランにおけるデータと資金の流れ
(運用商品は投信のみ、ある1つのプランの視点からの関連図)



(出所) 野村総合研究所

※ この流れをDCC&Sが集中的に仲介

図7 DCC&Sの仕組み



- (注) 1. 決済はT + 1 に実行
2. 信託会社はNSCCの決済会員、TPAはNSCCの非決済会員

(出所) NSCC

<DCC&Sに対する評価>

- 「独立系の運営管理会社が生き残るためには、DCC&Sのようなサービスを使うのが必須となるだろう。テクノロジーの革新は非常に早く、他の収入源があるバンドルのプレイヤーたちと競争していくのは困難である。独立系運営管理会社が真に401(k)プランのレコードキーピングとコンサルティングにコミットしていくには効率性をシビアに追求していくしかないが、ここに競争力を保っていくための効率性を可能にする手段が提供されている。」
(Gail Weiss & Associates, 独立系運営管理会社)
- 「PNC銀行は98年4月よりFund/SERVとDCC&Sを利用している。これにより、我々は当社のデیلی・スイッチングの401(k)プランであるVested Interestにおける取引時間の延長が可能になり、サービスを向上することができた。また、以前なら電話やファックスで注文を取り次ぎがなくてはならなかったバックオフィスのスタッフも必要なくなり、コスト削減と正確性・効率性向上の両方を達成することができた。我々の401(k)プランはマーケットでもとても競争的である。」(PNC銀行)

(出所) NSCC

ービス (Mutual Fund Profile Services、Commission Settlement & Global Update 等)、文中で紹介している確定拠出型年金サービスのDCC&S (Defined Contribution Clearing & Settlement) などがある。詳しくは<http://www.nsc.com/products/mutual>を参照。

を利用し、401(k)プランにおける投信決済をサポートするサービス「DCC&S (Defined Contribution Clearance & Settlement)」を開始した(図6, 7参照)。米国の401(k)プラン・ビジネスは、日々運用資産の変更が可能であるデイリー・スイッチング機能が普及するなど、高度なシステム水準が要求されるようになってきている。近年、プラン資産からの運用収入がない独立系運営管理会社は、プランの運営管理と運用商品とをセットで提供している金融機関の一体型サービスとの競争から淘汰される傾向にあったが、DCC&Sのサービスが開始され、中小の運営管理会社でも多くの投信をデイリー・スイッチング・ベースで扱えるようになった。ある運営管理会社のサービスでは、DCC&Sを利用することにより2,500本の投信を扱えるようになってきている。DCC&Sは401(k)プラン市場全体のサービス・レベルの向上に貢献したとのコメントもある。このように、Fund/SERVは応用力のあるロバストな投信の決済の仕組みとして、米国では高く評価されている。

4. おわりに

以上、英国と米国における投信の集中決済の仕組みについて概観したが、同じ投信の決済でもその内容はかなり異なる。例えば：

- 英国ではデータ交換のサービスは決済機関のサービスとはなっていないが、米国ではそうになっている。
- 英国では投信会社と販売会社との間の資金決済はバイラテラルにしかネットィングされないが、米国ではマルチラテラルに行っている。
- 英国では投信決済もDVP決済へと移行する予定であるが、米国では実施されておらず、その予定もない。
- 英国では受益権の処理も決済機関のサポート対象となっているが、米国では受益証券の不発行化が普及したことによりこの処理がほぼ完全に電子化されているため、サポート機能は必要とされていない。

英国においては、株や債券の決済についても、約定連絡などは決済機関が扱っていないが、米国においてはNSCCやDTC (Depository Trust Company (証券預託公社)、CSDである)が業者間や機関投資家との間の連絡・照合を広く扱っている。また、資金についても、英国では株式等の決済もバイラテラルに、米国の場合ではマルチラテラルに決済されているが、投信の決済も同様である。DVPについても、英国のDVP決済の仕組みでは基本的に資金決済リスクを無担保の与信枠で管理しているのに対し、米国のマルチラテラル・ネットィングの資金決済の枠組みでDVPを行うには参加者に担保(参加者ファンド)が要求されることが、投信決済にもDVPを適用するか否かの判断に影響を与えていると考えられる。

このような、既存の決済制度やその背景にある決済に対するニーズの違い、投信の制度の違いなどが、両国の投信決済の仕組みの違いとなって現れている。

ただし、CSDのような既存の決済機関が何らかの形で投信の決済もサポートするというパターンは、ドイツやフランスの事例にも見られ、共通している。英国でCRESTが投信やその他商品の決済の統合を推進したのにも、米国、ドイツ、フランスなどを意識した動きだと言われる。欧米では単一のインフラが幅広い商品の決済を扱うことが、一つの流れとなりつつある。

わが国においてもこうした諸外国の例に鑑み決済機関が投資信託の決済においてどのような役割を果たしていくべきか、検討される必要があるだろう。

(森 早苗)

(参考) わが国における投信決済の集中化、投信と決済機関に関わる動き

- 1999.5 東証正会員協会・資本市場委員会『証券市場により多くの個人投資家の参加を得るために』（98年9月～99年5月審議会の報告書）
——「投資信託に係るインフラ整備」というテーマで、集中決済機関を含むインフラ・制度整備の必要性を訴える
- 1999.6 正会員協会『投資信託のバックオフィス業務に関するアンケート』実施（8月発表）。
——証券会社・販売会社ともに過半数が集中決済機関に肯定的との結果が得られる
- 1999.7 証券投資信託協会「受益証券の合理的な取扱いに関する小委員会」設置
——受益証券のペーパーレス化、券面処理の合理化を検討するために投信協制度部会の中に発足、11月に報告。券面不発行に関しては早期実現は難しいとし、大券化の促進による業務効率の改善を模索。
- 1999.9 NTT データサービス「投信クリアリング・センター（仮）」検討会開始
——受益証券の集中保管決済の仕組みを作り、発行・保管コストの削減、事務フローの効率化、安全性の向上を図る（2001年開始予定）。将来的には資金決済の仕組みも作り、一元的な投信決済インフラになることを目指す。
- 2000.1 証券投資信託協会「証券決済制度に関する検討委員会」発足
——証券決済改革への投信の対応を検討。3月、中間報告。主な内容として、受益証券の完全不発行化もしくはブックエントリー方式による管理の制度整備、「集中決済制度」の確立を要望。
- 2000.3 日本証券業協会「証券受渡・決済制度改革懇談会」中間報告
——投信協中間報告を反映、「受益証券のペーパーレス化」、「集中預託機関を利用した事務処理の効率化」の必要性を指摘。
- 2000.6 大蔵省金融審議会第一部会「証券決済システムの改革に関するワーキング・グループ」最終報告
——有価証券全般について、決済制度の分立の解消、ペーパーレス化・電子化の促進、DVPの実現等の必要性について指摘、改革の方針を提示。